

【專題演講】

解決新全球性失衡以促進亞洲整合*
Promoting Asian Integration through Resolving
New Global Imbalances
吉富勝 (Masaru Yoshitomi)

壹、美國經常帳赤字成因

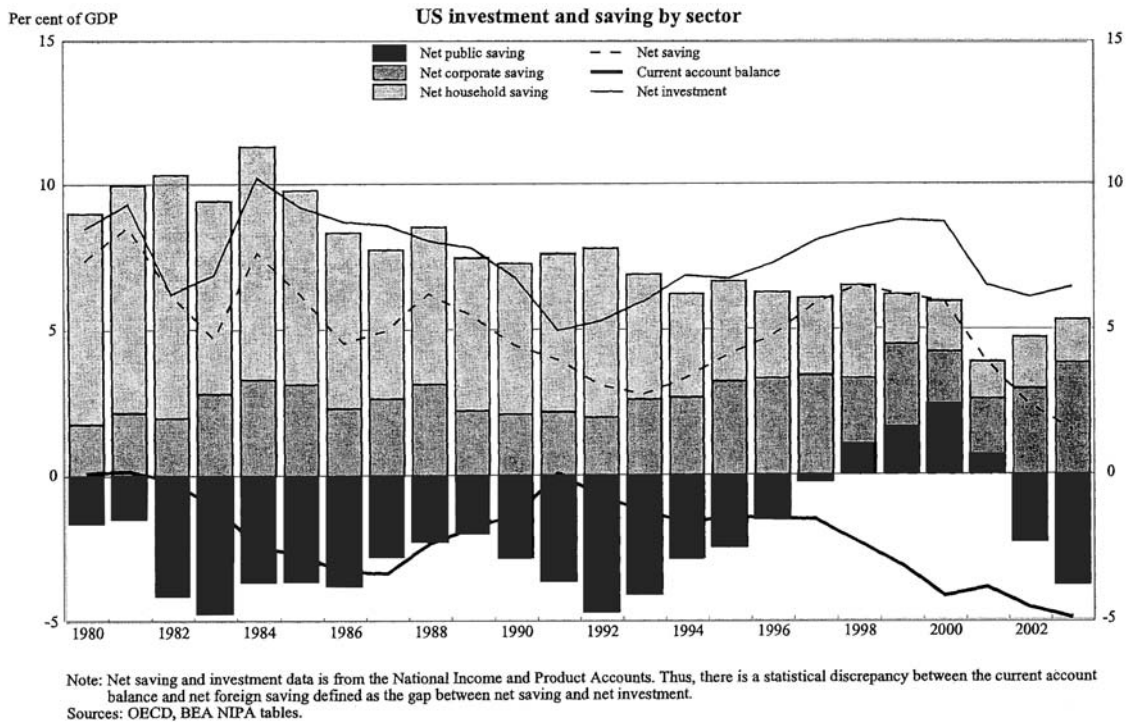
2003 年美國經常帳赤字占 GDP 之比為 5%，2004 年可能達 5.5%。許多人認為美國經常帳赤字係歸因於美國財政赤字，但我認為這種說法並不正確。美國財政收支餘額自 1980 年以來雖大多為赤字，但在 1998 – 2001 年間，美國財政收支其實係呈盈餘（附圖 1）。以 2000 年而言，當時的財政盈餘占當年 GDP 之比率達 2%，而當時的經常帳赤字約占 GDP 的 4%。這與 1980 年代的情況並不相同；當時美國總統雷根採用擴張性的財政政策以刺激國內需求，而財政赤字促使美國利率升高，吸引外資流入，促使美元升值。在美國國內需求升溫與美元升值的帶動下，美國經常帳赤字快速上升。也就是說，1980 年代美國財政赤字擴大係造成經常帳赤字攀高的主因。然而，當時的經常帳赤字/GDP 比

僅有 3%，而非現在的 5%。一般習以雙赤字（twin deficits）來表達財政赤字與經常帳赤字並存現象，而 1980 年代的財政赤字與經常帳赤字間是有因果關係的。因此，與 2000 年財政支出仍有盈餘的情況相比，背景情況並不相同。

造成上述情形的解釋如下：由於經常帳餘額等於國內投資減去國內儲蓄。而國內儲蓄包括了政府收支餘額，若政府收支餘額為正，即代表是民間投資大於民間儲蓄造成經常帳赤字。1990 年代後期，美國進入所謂的「新經濟」時代，生產力快速躍升，由資本利得累積的家庭儲蓄淨額卻隨著股市泡沫的破滅而下降。企業儲蓄淨額也由於企業增加投資而呈下降。由家庭儲蓄淨額與企業儲蓄淨額相加而得的民間儲蓄淨額占 GDP 比率由

* 本文係日本經濟產業省轄下獨立行政法人「經濟產業研究所」（Research Institute of Economy, Trade, and Industry）所長吉富勝於本（94）年 1 月 4 日於央行經濟研究處之演講內容，由經濟研究處國際經濟科方耀專員記錄並做整理。全文係吉富勝先生之個人觀點，不代表央行立場。

圖 1



1980年代時的10%下降至4-5%，而財政支出仍是盈餘。總言之，2000年的經常帳赤字是由於民間部門儲蓄與投資之差額。這是民間部門赤字，而非財政赤字。換言之，我們應了解，除了財政政策之外，整體投資與儲蓄行為亦影響美國經常帳赤字的形成。

2000年之後，美國政府看到日本經濟在過去十年來低迷的表現，深怕步入日本長期

通貨緊縮後塵，乃採行凱因斯經濟學派論點，推動減稅，降低利率，911事件後又擴大國防支出，以致於財政收支在2到3年時間內即由盈餘轉為赤字。由附圖1可以看出，在2000年至2003年間，美國經常帳赤字/GDP之比大約僅增加1個百分點，低於財政收支餘額/GDP之比的惡化幅度。

貳、廣場協定下的匯率調整過程

1985年9月廣場協定（Plaza Accord），G5國家財長代表開會討論美、日匯率調整的議題，主張由於美國經常帳赤字過高，所以美元匯率應相對貶值。事實上，造成強勢美

元與美國經常帳赤字並存的原因是美國財政赤字，真正應該做的是靠美國政府減少本身的財政赤字。然而，美國認為其赤字係源於日本經常帳大幅順差，因此要求日本增加國

內需求且日圓應升值。我認爲，日本政府並未事先規劃好廣場協定後的因應政策。因此，廣場協定後的短短幾年間，日圓匯率就從 1 美元兌 240 日圓快速升值至 120 日圓。在 1985 年初，日圓兌美元匯價爲 255 日圓兌 1 美元，幾個月後，日圓快速升值至 180 日圓

兌 1 美元。此時大家始驚覺到日圓快速升值可能帶來的不良影響，而於 1986 年再度召開羅浮宮會議，但時機已太遲。因此針對近來的美元貶值，我們亞洲國家應該共同事先研擬因應之道。

參、美國經常帳赤字的規模能否長期維持？

在廣場協定時，美國經常帳赤字/GDP 之比約爲 3.5%，而今日已將近 5%。許多經濟學者質疑美國是否能夠長期支撐大規模的經常帳赤字，我的答案是：或許可能。如圖 2

所見，在金融全球化的趨勢下，如果民間資本持續流入美國，在資本帳淨流入額大於經常帳赤字的情況下，美國的整體國際收支部位仍可以是順差，使美元有走強的潛力。如

圖 2

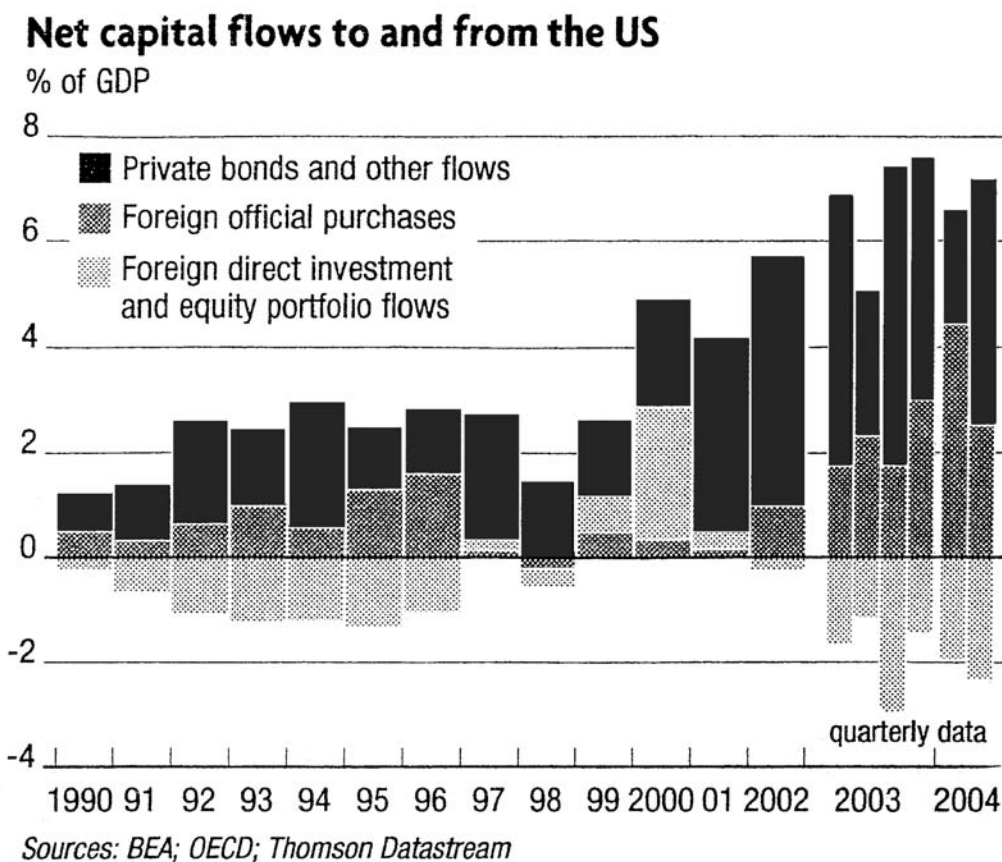


圖 2 所示，在 2000 年科技泡沫破滅前，資金大量流入美國，總計約為 GDP 之 5%，而當時經常帳赤字/GDP 之比約為 4%，因此資本流入仍大於經常帳赤字，使得整體國際收支順差上升。從表 4 則可看到，美元匯價在這段時期仍相當強勢。

不過上述情形在 2002 年後產生相當大的變化。圖 2 可看出，2002 年開始，證券投資資金開始流出美國（約為美國 GDP 之 2~3%），民間債券及其他資金仍呈淨流入，但並不足以融通經常帳赤字的規模，例如：若經常帳赤字/GDP 之比為 5%，民間資本淨流入僅約 GDP 之 3%，則代表 2%的美國經常帳赤字是由其他國家的貨幣當局來融通的。

1990 年代日本經濟為何會陷入停滯性經濟衰退？許多人認為是由於 1985 年的廣場協定，日本政府被迫在國內採行擴張性的財政與貨幣政策，以擴張國內需求，使經濟泡沫化，而泡沫於 1990 年代初破滅，使得日本經濟長陷谷底。很多亞洲經濟學者因而認為，

即使美元大幅貶值，亞洲貨幣仍應避免升值，但是，我認為這是一種錯誤的想法。

首先，欲避免本國貨幣升值的話，該國政府必須積極的在外匯市場進行干預，而外匯干預會導致外匯存底大幅增加，換言之，協助融通美國的經常帳赤字。許多學者，包括美國學者，也在探討此種機制是否可以持續下去？我認為問題不在於美國經常帳赤字是否可以繼續維持，而是現行這種藉由亞洲國家累積外匯存底購買美國公債，以作為融通美國赤字的機制能否持續下去？

關於承受度（sustainability）的議題，有許多美國經濟學者認為目前經常帳赤字/GDP 為 5%的比率過高，因為外債也會隨著增加。若是經常帳赤字維持約為 GDP 的 5%，簡單計算的話，5 到 10 年之內，美國淨外債部位將會超過美國 GDP 的規模。因此，美國經常帳赤字的規模應該削減，但是要削減到什麼程度？此一問題尚未有定論。

肆、合理的美國經常帳赤字水準

在廣場協定時，我們認為美國的經常帳赤字/GDP 之合理比率應為 0。由圖 1 可看出經常帳赤字/GDP 在 1991 年時即降低至 0 左右的水準，主要是因為波斯灣戰爭。不過匯率調整也發揮了相當大的功能。因此這段時間的匯率調整過程可謂相當不錯。

究竟美國的經常帳赤字/GDP 比率應降至

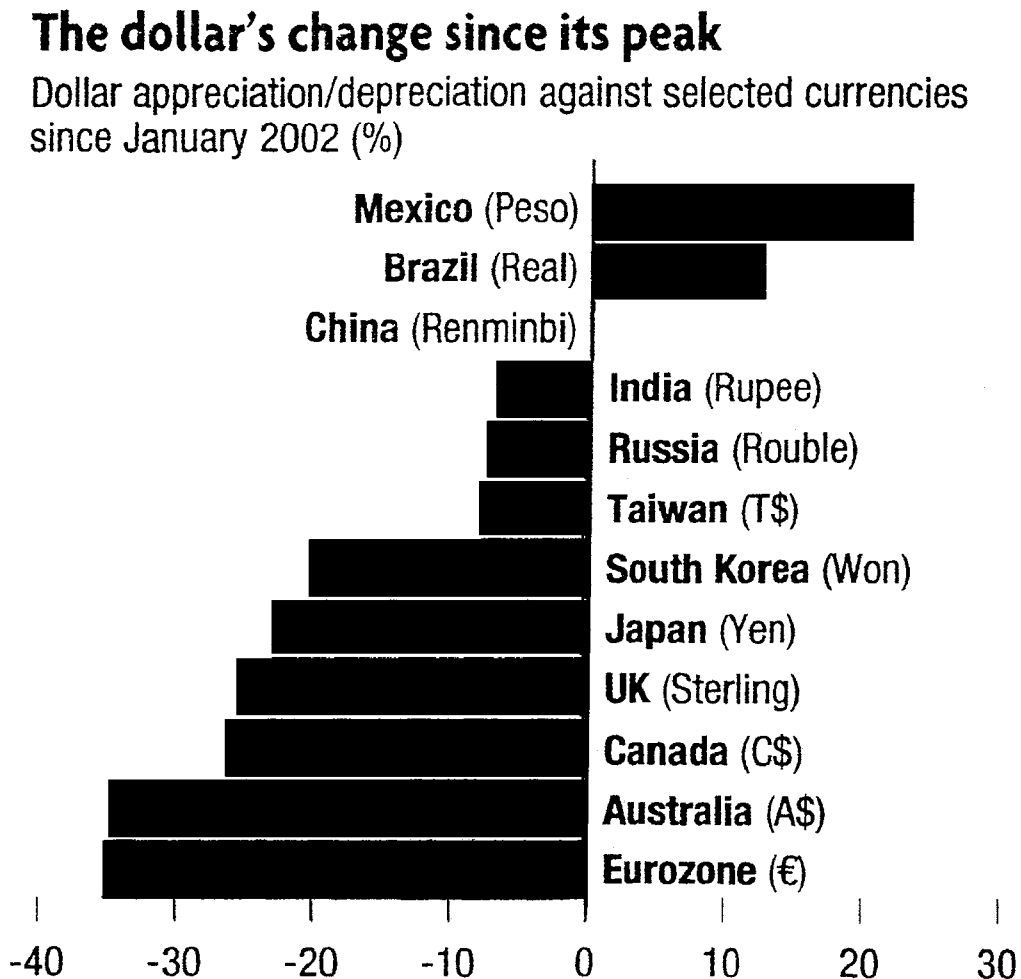
多少才適當呢？IMF 研究部門認為 3%是適切的，而一般共識是將此比率由目前 5.5%的水準降至 2%，為一個可承受的水準。接下來的問題則是：應如何達成此目標？我認為降低美國經常帳赤字有 3 種方式：1. 以美元貶值造成轉移支出效果（expenditure switch）、2. 減少財政赤字、及 3. 雙管齊下。

以美元貶值達成轉移支出效果這點相當重要。匯率調整會使得貿易財 (tradable) 與非貿易財 (non-tradable) 的相對價格關係產生變化。以美國的情況而言，美元匯價下跌對美國的貿易財是有利的，因為這將使得其價格相對於非貿易財上升，進而提升美國貿易財生產者的生產意願，對其他國家進口品的需求則反將因而下降，有助於降低經常帳赤字。美元貶值即表示有的國家的貨幣將相

對升值，如圖 3 顯示，自 2002 年 1 月開始至 2004 年 10 月間，美元名目有效匯率貶值幅度約 12%，而歐元相對美元升值幅度最高，達 35%；人民幣匯率維持不變，墨西哥披索及巴西里拉反而相對美元貶值。

一旦亞洲貨幣升值，會衝擊到出口表現，帶動進口上升，使得出口淨額下降，而國內經濟也會受到通貨緊縮的影響。一旦國內經濟陷入衰退，由於生產過剩，將鼓勵出

圖 3



口，減少進口。因此，僅賴匯率調整一項政策工具並無法有效地解決經常帳失衡的問題。匯率調整應伴隨總體經濟政策以配合國外部門的變化。不過由於財政政策為具高度政治性的議題，特別是在美國，我很質疑它的可行性。而且，美國所得貧富差距也相當

大。由於經濟衰退對窮人的衝擊更大，容易引發政治上的不穩定。為避免經濟走緩，我認為美國政府不大可能縮減財政赤字。然而，如果美國經常帳赤字的改善係單純靠美元貶值，則美國通膨壓力將會大增。

表 1 及表 2 為引自 OECD 於 2004 年公布

表 1

Table V.2. Dollar depreciation scenarios: key results

	Average 2004-09			End point (2009): scenario relative to baseline	
	Medium-term baseline	OECD exchange rates adjust ^a	All exchange rates adjust ^a	OECD exchange rates adjust ^a	All exchange rates adjust ^a
United States					
Real GDP (growth/ level) ^b	3.3	3.3	3.3	-0.5	-0.3
Prices (inflation/ price level) ^b	1.3	2.6	2.2	7.6	5.1
Trade balance ^c	-4.7	-3.4	-3.4	2.0	1.9
Current account balance ^c	-5.1	-4.2	-4.3	1.4	1.3
Short-term interest rates ^d	3.9	6.9	6.9	3.0	3.0
Japan					
Real GDP (growth/ level) ^b	1.6	1.3	1.4	-2.1	-1.4
Prices (inflation/ price level) ^b	-0.2	-1.2	-0.5	-5.7	-1.7
Trade balance ^c	2.6	1.6	2.7	-1.8	-0.6
Current account balance ^c	5.0	3.6	4.7	-2.0	-0.8
Short-term interest rates ^d	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Euro area					
Real GDP (growth/ level) ^b	2.3	2.3	2.3	-0.2	-0.1
Prices (inflation/ price level) ^b	1.6	1.4	1.5	-1.2	-0.6
Trade balance ^c	2.5	1.1	1.7	-2.2	-1.6
Current account balance ^c	1.0	0.1	0.7	-1.5	-1.0
Short-term interest rates ^d	3.6	2.1	3.1	-1.5	-0.5

a) Both scenarios involve a 22.5 per cent effective dollar depreciation. In the first scenario this is achieved through 30 per cent depreciation relative to OECD currencies, whereas in the second scenario the 22.5 per cent depreciation is spread evenly across all currencies.

b) Numbers in first three columns are annual rates of change; numbers in last two columns show the level in 2009 relative to baseline. Prices refer to the consumption deflator.

c) In per cent of GDP.

d) Per cent.

Source: Downes *et al.* (2003) and OECD.

表 2

– Table V.1. **Implied effective exchange rates in dollar depreciation scenarios** –

Effective exchange rates (percentage appreciation)

	from \$ peak (Feb 2002) to 3 Nov 2003	from \$ peak (Feb 2002) to 16 Apr 2004	OECD exchange rates adjust ^a	All exchange rates adjust ^a
Dollar	-10.1	-11.6	-22.5	-22.5
Yen	10.9	12.3	22.0	5.5
Euro	16.3	18.9	11.0	4.0

Note: The cut-off date for exchange rate movements for the baseline was 3 November 2003 (published in the *OECD Economic Outlook*, No. 74, December 2003).

a) Both scenarios involve a 22½ per cent effective dollar depreciation. In the first scenario (inflexible non-OECD Asia exchange rates) this is achieved through a 30 per cent dollar depreciation relative to OECD currencies, and in the second scenario (full exchange-rate flexibility), the 22½ per cent depreciation is spread evenly across all currencies.

Source: OECD.

的 *Economic Outlook* 資料，表 2 係從有效匯率指數來看，美元自其 2002 年 2 月時的高點開始貶值，至 2004 年 4 月時，貶值幅度為 11.6%。根據 OECD 模型的計算結果，欲使美國經常帳餘額/GDP 之比在未來 6 年內下降 2 個百分點，則美元有效匯率指數至少需要 22.5% 的貶值幅度。若以 2003 年 11 月 3 日作為標準線，分別用下列 2 種情況 (scenario) 來評估美元有效匯率指數貶值 22.5% 的影響：第一種是美元僅相對 OECD 國家匯率貶值，而其他非 OECD 之亞洲各國匯率並未相對調整的話，則美元相對 OECD 國家匯率必須貶值 30%，其中日圓須升值 22%，而歐元升值 11.0%。歐元升值幅度較低的原因是歐元區國家貿易總額中有將近半數為區域內貿易，而這是相當值得我們亞洲國家參考的，因為現

在亞洲的區域內貿易也占 50% 左右，若亞洲各國匯率同時相對美元調整，則彼此間的匯率並不需調整。第二種情況是所有國家 (OECD 與亞洲國家) 匯率均相對美元調整，則日圓升值幅度僅需 5.5%，歐元亦僅升值 4.0%。這個問題十分重要。因為當我們在討論美元匯率調整的問題時，常會面臨那一國的匯率應貶值，其貶值幅度又是多少等問題。表 2 顯示亞洲各國在進行匯價調整時，有一個可協調的空間。

表 1 顯示上述 2 種不同情況下對經濟表現衝擊的模擬結果。若美元有效匯率貶值 22.5%，在第一個模型 (僅 OECD 國家匯率有調整) 中，中期基準線為 2004-2005 年之水準，而美元匯率在其後 1 年內即貶值 22.5%，預估其後的 5 年間，美國短期利率平

均將上升 3 個百分點至 6.9%，物價水準雖相對穩定，但也將上升 1.3 個百分點至 2.6%。也就是說，雖然美國使用緊縮性貨幣政策，美國物價仍將走高。因此，欲僅靠美元貶值來紓緩美國經常帳赤字過高的問題，會使美國通膨壓力上升，而迫使美國貨幣當局必須採行緊縮性貨幣政策，但這卻不是美國或是其他國家所樂見的情況。因此，當美元貶值時，應配合財政強化政策(fiscal consolidation)。緊縮財政赤字的措施可以抵銷貨幣貶值對物價帶來的推升效果。因此經濟學者多會建議匯率調整應配合總體經濟政策同時實施。

伍、美元應至少貶值多少以減少美國經常帳的逆差？

接下來的問題是，這兩種政策的具體內容為何？美元貶值幅度應為多少？我想美國經常帳赤字/GDP 之比應至少減少 3 至 3.5 個百分點，那麼美元的貶值幅度呢？這是一個很大的議題。根據我們的經驗法則，欲將美國經常帳赤字占 GDP 之比降低 1 個百分點，美元有效匯率應至少貶值 10%；也就是說，欲將美國經常帳赤字/GDP 之比降為 0，則美元匯率貶值幅度須幾達一半。對於許多亞洲政府當局而言，這幾乎完全不可行。不過如果亞洲各國彼此合作，則各國之升值幅度會減少很多；其實亞洲國家貨幣可以在未來 2 年內聯合相對美元升值，其對各國的衝擊也較能予以因應。我們須要總體經濟的數量模型來評估不同情形下的美元貶值對本國經濟

這個例子或可應用在亞洲，但視各國情形而定。以日圓升值的情況而言，由於之前日本財政赤字已相當高，佔 GDP 之 7%，政府債務餘額對 GDP 之比已達 120%，因此日本並無採行擴張性財政政策的空間，而貨幣政策又已是零利率的情況。究竟應採行何種政策才適合？這正是我們亞洲國家應共同探究的議題。

總結言之，針對美國經常帳赤字調整的過程，我們應採行匯率調整與總體經濟政策雙管齊下的方式。如果僅仰賴一種政策工具，其經濟後果將更為嚴重。

的衝擊。泰國財政部的數量模型即顯示，如果泰銖係與其他亞洲貨幣共同升值，則對泰國經濟的衝擊將大為減輕。

我們應針對美元可能貶值的趨勢事先作好因應政策。表 1 顯示若沒有財政政策的配合，即使美元有效匯率貶值 22.5%，美國經常帳赤字/GDP 之比僅能從 5.1%微幅下降至 4.2%。若能配合財政政策，成效會好很多。至於美國 GDP 則受影響程度不大，因為如前所述，匯率貶值會促使一國之淨出口增加。對日本的影響則較嚴重，通貨緊縮情形由原先的-0.2%惡化至-1.2%。對歐元區的影響不大，主要歸因於歐元區之區內貿易比重甚高之故。

陸、形成亞洲國家貿易順差的原因

當美國政府指稱其經常帳赤字係導因於亞洲國家的大額順差時，我們應該準備好回應之道。目前無法預知美元將貶值的幅度，也無法預測其時機，但美國經常帳赤字應由外資流入來融通，若美國經濟仍能維持穩健成長，則其金融資產報酬率仍將很高，仍能吸引私人資金流入美國，足以融通當前達 5% 的美國經常帳赤字/GDP 比率。因此，即使美國經常帳赤字仍高，只要美國經濟表現良好，美元可能不會很快地貶值。我預測，當下次美國經濟陷入衰退時，由於經濟成長率及生產力均減緩，致金融資產報酬率下降，不再吸引國外資金流入美國，使整體國際收支逆差增加，美元會又開始貶值。我們尚無法確定美國經濟表現與證券投資資金流向間

的關係，所以我們必須要密切觀察美國的動向，以擬定自己的因應政策措施。

美元在過去 2 年間已貶值約 11.5%，大多數國家尚能應付其影響，不過這個貶值幅度對美元而言並不夠。而且美國財政赤字仍很高。關於美元匯率調整的時機與速度，美元從 2002 年 2 月到 2004 年 3 月皆持續貶值，不過此趨勢卻在 2004 年 4 至 10 月間停止了，直至 10 月後才開始續貶。此次日本政府沒有太過度的干預。為什麼呢？因為這次日圓升值的壓力並不強，顯示證券投資資金仍持續流入美國股市。因此，或許等到美國金融資產報酬率下降，資金流入減少時，我們必須思考，是否應讓亞洲貨幣升值？還是採取持續干預外匯市場的作法？

柒、全球性失衡（global imbalance）問題

至於全球性失衡（global imbalance）的因果關係（causality），我認為這是一個特別現象。表 3 顯示亞洲國家在 3 個不同時期（1990-1993、1995-1996、及 2000-2003）的經常帳餘額變化，中國大陸、印度、南韓及台灣被歸類為「大型」國家，而香港、印尼等國則被歸類為「其他」國家。此表可以看出所有亞洲國家在 2000-2003 年間的經常帳皆呈順差。而在亞洲金融危機之前，僅有中國大陸、台灣及新加坡是呈順差，也就是經常帳餘額在金融危機發生前後變化不少。我

提出下列問題：為何受到金融危機重創的國家（如泰國、馬來西亞、印尼及南韓）能在危機後的短短時間內快速的累積經常帳順差？至於那些在金融危機前呈順差的國家如新加坡，其順差增加幅度也十分大。相對於 1980 年代美國經常帳赤字的對象是龐大的日本順差，而現在是亞洲國家整體的順差。這就是新的全球性失衡。表 3 中亦可看到國際準備的消長變化，在 2000-2003 年期間，亞洲國家的國際準備快速累積。

表 3

Reserve accumulation has reflected CA surplus

	Capital flows and intervention (billions of US dollars)								
	Net capital flows			Current account balance			Change in reserves		
	1990-1993	1995-1996	2000-2003	1990-1993	1995-1996	2000-2003	1990-1993	1995-1996	2000-2003
Asia, large	46	119	216	28	-18	247	18	47	457
China	35	79	122	20	9	119	-7	5	238
India	20	16	49	-18	-12	8	9	3	60
Korea	20	41	38	-14	-32	38	5	32	59
Taiwan	-29	-17	8	39	17	82	11	7	100
Asia, other	81	70	-170	-32	-40	229	75	16	57
HongKong			-40	26	-8	38	18	-3	11
Indonesia	22	21	-18	-12	-14	30	4	6	6
Malaysia			-17	-10	-13	36	17	5	15
Philippines	11	17	-13	-8	-6	15	4	2	0
Singapore	7	-9	-59		29	79	21	4	15
Thailand	41	41	-25	-28	-28	30	11	3	9

Source: IMF, Balance of Payments Statistics

捌、中國大陸國際準備增加與經濟過熱間的關係

我對中國大陸的銀行體系、貨幣政策等有相關研究，圖 4 為中國大陸自 2003 年起的外匯干預情形。如圖所示，中國大陸當局也相當積極的干預人民幣匯率，而一旦超額準備增加，即表示準備貨幣增加，將引發通膨壓力。為避免發生此種情形，中國人民銀行必須利用沖銷操作予以抵銷。然而沖銷政策不見得會成功，物價即因而上升。許多人將中國大陸經濟過熱的現象歸因於外匯市場干預，這是一個很值得注意的議題。由圖 5 可以發現中國大陸在 2002 年以前為通貨緊縮，

2003 年開始，隨著中國大陸貨幣當局在外匯市場干預增加，物價也跟著上揚。

我們的研究發現，導致中國大陸物價上升的主要原因為穀物價格上揚，而穀物價格會透過食物價格而影響到消費者物價（CPI）總指數，因此我們須要利用核心 CPI 來衡量中國大陸整體物價水準的變化。在日本，當我們計算核心 CPI 時，通常會將進口的能源產品價格剔除，然而在中國大陸的情形，我們不確定是否應這麼做，因為若能源價格的上升係導因於中國大陸經濟的擴張，則此行

圖 4

China mainly uses PBOC bills to mop up excess liquidity

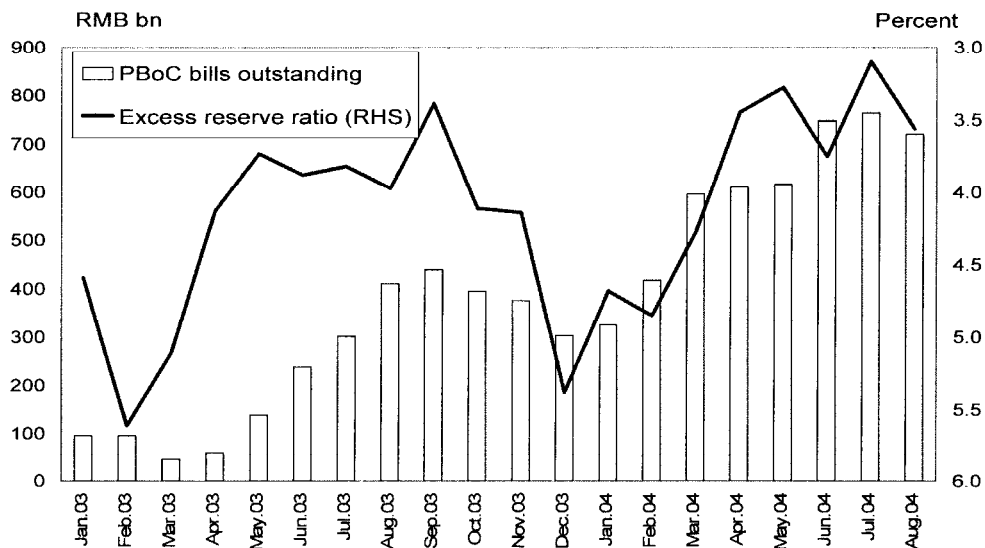
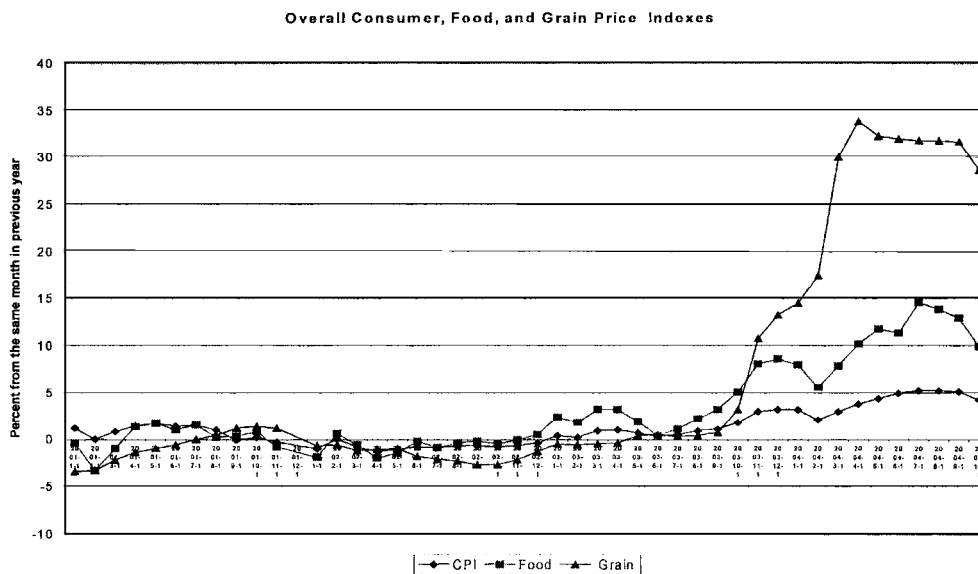


圖 5

Inflation has started to decline (as of Oct. 04)



為係內生，而非外生變數。就貨幣政策的操作而言，食物價格與整體物價變動的關聯較低，因此我們在計算核心 CPI 時也常將食物價格剔除在外。但同樣的，如果食物價格的上升是由中國大陸景氣擴張所造成，那我們在觀察中國大陸的物價時，也許應將食物價格納入。不過如果研究中國大陸的農業政策就會發現，中國大陸並未有效鼓勵穀物生產，再加上諸如生產價格太低等因素，使得穀物需求超過供給。因此，我們最終還是決定將食物價格排除在核心 CPI 之外。此外，由於中國大陸並沒有公布 CPI 各消費項目的權重，我們從指數上得到的資訊是，食物消費約占整體的 37%。我們並由此計算出中國大陸 2004 年的核心 CPI 上漲率約為 2.2%。相對於 2002 年 -0.8% 的通貨緊縮，這個數據並不高。因此，或許外匯干預的確導致中國大陸物價上升，但從核心物價成長率觀之，此問題並不嚴重。

此外我們也發現，為了降低銀行逾放比，中國大陸採用的是將分母擴大，也就是

讓貸款增加的方法，以使整體逾放比降低。他們假設逾期放款並不會隨著新增放款同步增加，不過日本經驗已經證實了這種想法是錯誤的。

要如何解釋經常帳順差在金融危機過後開始快速累積的現象？亞銀研究所（Asian Development Bank Institute, ADBI）曾對此加以研究，結果發現所謂的雙危機（Twin Crises），也就是本國的銀行危機與通貨危機共生現象。一旦國內有銀行危機的風險，銀行經營者變成風險趨避者（risk averse），因此，如前所提及經常帳餘額等於國內儲蓄減去國內投資的觀念，在金融危機前，投資活動十分活絡，但在危機發生後，由於銀行體系發生問題，加上資訊不對稱性，銀行貸款成長停滯，並要求借款人及早還清借款，因此投資相對 GDP 的比率下降，而儲蓄相對 GDP 的比率也下降，但幅度不如國內投資的衰退比率。因此，許多亞洲國家的經常帳由逆差轉為順差。

玖、全球經濟有相連性

另一個問題是，美國龐大的經常帳赤字與亞洲國家的貿易順差是否有關聯性？我個人不認為如此。不過全球經濟間互有關連，因此這些議題須要建立一個數量模型來加以研究。值得一提的是，日本的貿易順差在這段期間中成長幅度並不大。

一、美國經常帳調整對個別亞洲國家之衝擊

經過了上述背景介紹與解釋，接下來要分析匯率調整對亞洲各國的影響為何。以泰國為例，在僅有泰銖升值 10% 的情況（scenario）時，其 GDP 成長率將會從基準線時期之 6% 下降至 4.7%。而如果亞洲各國貨幣皆

升值，對泰國 GDP 的影響將大為減緩。

亞洲各國出口與進口對 GDP 的比率與其組成項目並不相同，因此貨幣升值對各國的影響也明顯不同。因此，我們需要更多各國的數據來進行分析。如果美元真的必須貶值 30%，若亞洲各國貨幣同時升值 30%，則有效匯率僅須升值 15%，而這 15% 的升值若可以 2 年的時間來達成，我們就能藉著干預外匯市場來減低美元貶值的衝擊。這種干預能夠奏效，特別是當市場人士無法預期到貨幣當局在外匯市場的操作為何時。因此，我們就可以利用他們的預期來操作，來減緩本國匯價調整為國內經濟所帶來的衝擊。這種作法會使有效匯率平均 1 年僅升值 7~8%，其衝擊足以利用其他配套政策來因應。

二、亞洲貨幣調整對於亞洲國家間貿易與直接投資關係的衝擊

我們除了要瞭解匯率調整對亞洲各國的影響外，也應注意亞洲各國間以市場為基礎的整合，也就是彼此間匯價的調整，對其由貿易及直接投資所持續推動的區域整合之影響。以中國大陸情形為例（見表 4），中國大陸係自日本及其他亞洲國家進口零件、中間財以及其他原物料，再結合新進科技，以及其相對便宜的勞動力進行加工生產。2002 年中國大陸進口中間原料再加工處理，占其所有進口之 41%，其中亞洲四小龍（香港、南韓、台灣及新加坡）為主要供給者，次要供給國為日本，僅有少量係來自美國及歐盟。

2002 年加工出口品則占中國大陸所有出口的 55%，不過其出口對象遍及全球，這種自其他亞洲國家進口而出口至包含亞洲之其他國家的貿易關係，即為「三角貿易模式」，而這也形成了中國與美國間的貿易爭端。2002 年中國的加工品貿易有 577 億美元的順差，此順差主要是源自於美國與歐盟，特別是美國。在表 5 2003 年的資料中，顯示中國對美國順差占中國 GDP 的 4.2%。而中國對除香港之外的亞洲國家如台灣幾乎皆呈逆差，也就是中國大陸由亞洲國家大量進口，再出口至亞洲及美國，此即為三角貿易。中國大陸的總體貿易順差占其 GDP 之 1.8%，這個數字並不會太高。因此，當美國財長 Snow 提出美國經常帳赤字係由中國貿易順差所造成的說法時，指的是美中貿易順差占中國 GDP 4.2% 的部分。但中國大陸當局則認為他們仍對日本等國有逆差，也就是說他們所看到的是對全球順差僅占中國大陸 GDP 之 1.8% 的部分。

美國常將其大規模貿易赤字歸諸於他國，因此，美國開始積極討論人民幣應升值的問題。問題是，一旦人民幣開始升值，將會有更多投機性資金流入中國大陸，更加重了人民幣的升值壓力。這也會對中國大陸經濟帶來不利的影響。我們應該與中國大陸的學者加強討論此議題。ADB 對此問題的研究重點有二：1. 人民幣目前的水準；2. 人民幣匯率應採固定匯率制度、浮動匯率或是其他種

表 4

Table 1
Breakdown of China's Trade by Main Partner and Customs Regimes
(in % of total trade and \$ bn)

Imports						
	World	3 Dragons*	Japan	EU 15	USA	ROW
1993						
Imports by all custom regimes	100	28	22	15	10	25
Ordinary imports	37	3	8	8	5	13
Imports for processing	35	18	8	2	2	6
Other custom regimes	28	7	7	6	3	6
2002						
Imports by all custom regimes	100	26	18	13	9	33
Ordinary imports	44	7	6	8	5	17
Imports for processing	41	16	8	2	2	12
Other custom regimes	15	3	3	3	2	4
Exports						
	World	3 Dragons	Japan	EU 15	USA	ROW
1993						
Exports by all custom regimes	100	29	17	13	18	22
Ordinary exports	47	12	10	7	6	13
Processed exports	48	16	7	7	13	6
Other custom regimes	5	0	0	0	0	4
2002						
Exports by all custom regimes	100	25	15	15	21	24
Ordinary exports	42	8	6	7	7	15
Processed exports	55	16	9	8	14	8
Other custom regimes	3	1	-0	0	1	1
Trade Balance						
	World	3 Dragons	Japan	EU 15	USA	ROW
1993						
All custom regimes	-12.2	-2.4	-7.5	-3.5	6.3	-5.1
Ordinary trade	5.2	8.0	0.7	-2.	-0.0	-1.5
Processing trade	7.9	-3.8	-1.3	4.2	9.7	-1.0
Other custom regimes	-25.2	-6.6	-6.9	-5.8	-3.4	-2.6
2002						
All custom regimes	30.4	3.2	-5.0	9.7	42.7	-20.2
Ordinary trade	7.1	3.4	1.1	-3.1	6.7	-1.0
Processing trade	57.7	5.9	3.1	19.6	39.9	-10.9
Other custom regimes	-34.4	-6.1	-9.3	-6.8	-4.0	-8.2

* 3 Dragons: Hongkong, South Korea, Taiwan.

Source: China's Customs Statistics, authors' calculations.

表 5

While China is running a large trade surplus with the US, it also runs a large trade deficit with the rest of EA except with HK

Bilateral and Global Trade Balances as a Share of GDP of Key East Asian Economies and the USA (2003)

	China	Hong Kong	Taiwan	Korea	Japan	Thailand	Malaysia	Philippines	Indonesia	Vietnam	Singapore	USA	Sub Total	Global Total
China		4.6	-0.1	-1.6	-1.0	-0.4	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	4.2	4.7	1.8
Hong Kong	-41.5		-18.5	-4.2	-9.8	-1.3	-2.4	-1.0	-0.4	0.4	-4.5	18.4	-64.7	-5.5
Taiwan*	0.7	10.4		-1.4	-5.5	0.0	-0.4	-0.6	-0.4	0.7	0.3	3.1	7.0	1.3
Korea	3.8	1.1	0.6		-3.6	0.1	-0.1	0.2	-0.4	0.4	-0.4	1.4	3.1	1.3
Japan	0.3	0.3	0.3	0.5		0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.2	1.2	2.7	1.8
Thailand	3.3	1.3	-0.1	-0.6	-2.8									3.1
Malaysia	7.6	3.6	1.0	0.8	1.3	0.6		0.2	-1.2	0.4	-5.3	11.4	20.5	20.4
Philippines	4.2	2.0	2.2	-1.8	-2.6	-0.4	-0.2		-0.9	-0.3	-0.9	0.5	1.7	-4.9
Indonesia	0.7	0.3	0.6	1.3	4.8	-0.3	0.6	0.4		0.1	1.0	3.5	13.0	15.3
Vietnam	-4.5	-1.6	-4.8	-5.9	1.2	-2.4	-1.1	0.5	-0.5		-4.5	7.8	-15.7	-12.8
Singapore	1.8	7.7	-0.9	2.4	-10.2	-2.8	6.0	0.8	-2.1	1.9		2.8	7.2	17.6
USA	-0.6	-0.3	-0.1	-0.1	-0.6	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0			-1.9	-5.6

Note: MFD Rectifications of Trade (2004). Taiwan's data are from its Board of International Trade and data are for 2002.

匯率安排？如果中國大陸尚無法接受浮動匯率制度，或許可採用一種介於浮動與固定匯率之間的混合型制度。

關於這種混合型的制度，首先我們必須界定匯率浮動的範圍，並訂定所謂的參考匯率，決定此參考匯率應釘住美元或是共同通貨籃？我有同事建議此共同通貨籃應包括美元、日圓、歐元及其他主要亞洲貨幣，但我認為在成立此通貨籃時應只包括亞洲主要國家貨幣。若是在一開始時就包括美元、歐元，迨日後建立亞洲共同貨幣（common Asian currency）時再將其剔除，其難度將相當高。如同歐盟在 1960、1970 年代時的作法，當時他們的共同通貨籃僅包括了歐洲各國貨幣，而沒有包括美元及日圓，雖然他們稍後也遇到不少困難。我們應著手研究，適合亞洲地區的共同通貨籃組合。

我們已提醒中國大陸當局發生資本帳危機的可能性，這是一個相當嚴重的問題。2001 年中國大陸加入 WTO，除了必須降低關

稅等貿易壁壘外，我認為最重要的是，中國大陸必須開放其金融服務貿易，而這必須在 2006 年底前完成，屆時，其他國家的金融機構皆可進入中國大陸市場。中國大陸主管當局或許可以藉由限制分行開設數目等方式來控制這些國外機構，不過，它終歸要開放這些外國機構從事人民幣交易。一旦這些外國銀行的分行獲准從事人民幣業務，他們會進一步要求開放資本帳。例如，對於商業銀行而言，由於推廣零售業務並不容易，大多數國外分行可能多從事企業金融業務，但因中國大陸拆款市場較不成熟，或是由於中國大陸與其母國間的利差，國外金融機構多仰賴其總部所提供的短期資金，如同 1997 年金融危機前的情形。而資本帳自由化就是形成類如 1997 金融危機的先決條件，一旦經濟環境生變，資金流向快速轉向，如同當年泰國的例子：1997 年初泰國的資金淨流入約為 GDP 的 8%，經過 1 年時間，卻轉變為 GDP 13% 的資本淨流出，變化程度可達 GDP 之 20%，

沒有任何一個國家足以應付此種情形。而這也是亞洲國家在金融危機後企圖保持大額外匯存底的原因之一。中國大陸一旦發生類似的金融危機，其後果將嚴重不止 10 倍。在討論適合中國的匯率制度時，除了探討人民幣

匯率水準，也應從金融基本建設如法規、金融監理等觀點來討論，就此而言，中國大陸尚未有充分準備以因應此匯率制度改變的衝擊。

拾、結論：面對美元可能的貶值走勢，亞洲各國應加強協調以因應

亞洲各國不同的貿易結構，以及三角貿易模式，也就是我稱之為以市場導向建立的「東亞全球製造中心」，在沒有自由貿易協定的情況下，形成了貿易整合。我們可以利用引力模型（gravity model）來進一步分析亞洲國家的區域整合程度。此模型是指一國之

GDP 愈高，則其對其他國家的吸引力也愈高；而國家之間的距離越短，整合程度將愈高。由於亞洲已然達到高度貿易整合，面對美元可能貶值，未來亞洲國家亦應更加強貨幣整合。